

Министерство образования и науки РФ

ФГАОУ ВПО «Уральский федеральный университет
имени первого Президента России Б.Н. Ельцина»

УДК

УТВЕРЖДАЮ
Проректор по науке
_____ Кружаев В.В.
«__» _____ 2013

ОТЧЕТ

О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ

В рамках выполнения п.2.1.1.1 Плана реализации мероприятий Программы развития
УрФУ на 2013 год

ПО ТЕМЕ:

«Методические аспекты влияния факторов неопределенности и морального риска на
процесс оценки объектов собственности»
(Заключительный)

Зав.кафедрой

(подпись, дата)

Гервасьев М.А.

Научный руководитель

(подпись, дата)

Мезенцева О.В.

Исполнитель

(подпись, дата)

Мезенцева А.В.

Екатеринбург 2013

Реферат

1. ФИО автора (ов): Мезенцева Анна Владимировна / Mezentceva Ann Vladimirovna
2. Аннотация: В отчете рассмотрен частный случай, наглядно демонстрирующий каким образом на практике может проявляться моральный риск в процессе оценки объектов собственности и какие существуют способы нивелирования фактора неопределенности и такого рода риска. / *This paper looks at business valuation process and choice of price multiplier in Russian context. The calculation results are not only the basis for determining the fair market value of the assessment, but also allow to the significance of the use of multipliers value as a tool for analysis of the effectiveness of the company as a whole. In conclusion, the results indicate high level of moral hazard in the Russian market valuation services.*
3. Ключевые слова: Справедливая стоимость, ценовой мультипликатор, сравнительный подход, метод сделок, моральный риск / Fair value, price multiplier, comparative approach, method of transactions, moral hazard.
4. Тема отчета: Методические аспекты влияния факторов неопределенности и морального риска на процесс оценки объектов собственности / Ex post opportunity and moral hazard on Russian appraisal services market

Содержание

Реферат	2
Содержание	3
Обозначения и сокращения	4
Введение	5
Основная часть	6
Заключение	10
Список использованных источников	11
Приложения	12

Обозначения и сокращения

Денежный поток – совокупность распределенных во времени потоков денежных средств предприятия.

Доходный подход – подход к оценке активов, в том числе предприятия, включающий метод дисконтирования денежных потоков, основанный на определении текущей стоимости ожидаемых будущих доходов от предприятия, и метод прямой капитализации годового дохода.

Затратный подход - способ оценки имущества, основанный на определении стоимости издержек на создание, изменение и утилизацию имущества, с учетом всех видов износа.

Метод компании-аналога – оценка стоимости акций на основе информации о ценах акций сходных компаний, свободно обращающихся на рынке, в том числе организованном рынке ценных бумаг.

Моральный риск – это ситуация, при которой невыгодно предотвращать несчастный случай или наступление негативных последствий, если участники от них застрахованы.

Мультипликатор стоимости – коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми или натуральными показателями.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая необходимой информацией, а на величине цены не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Справедливая стоимость – это денежная сумма, на которую можно обменять актив или за которую можно погасить обязательство в коммерческой сделке между хорошо осведомленными и заинтересованными в сделке независимыми сторонами.

Сравнительный подход – подход к оценке активов, в том числе предприятия, основанный на сравнении цен продаж сходных активов или цен на акции сопоставимых компаний.

Введение

Проблема выбора ценовых мультипликаторов стоимости, с точки зрения практики применения, почти не освещена в современной научной литературе по оценке бизнеса. При том, что данный вопрос имеет существенную теоретическую и практическую значимость. В работе рассмотрен частный случай расчетов мультипликаторов стоимости компаний, акции которых котируются на биржевом рынке и служат базой для оценки стоимости методом компании-аналога сравнительного подхода. Результаты расчета, не только положены в основу определения справедливой рыночной стоимости объекта оценки, но и позволяют раскрыть значимость использования мультипликаторов стоимости, как инструмента анализа эффективности деятельности компании в целом.

Объектом исследования выступают предприятия различных форм собственности и иные экономические объекты, взаимодействующие с конечным множеством рыночных экономических и социальных субъектов, функционирующих на базе имущественных комплексов, объединяющих различного рода ресурсы (в том числе капитал, инновации, инфраструктура, информация, персонал).

Предметом исследования являются управленческие отношения, возникающие в процессе формирования, развития (стабилизации) и разрушения экономических систем.

Целью научного исследования является определение степени морального риска в оценке рыночной стоимости предприятия во взаимосвязи со справедливой стоимостью.

Целью исследования обусловлено решение следующих задач:

- определить концептуальную основу метода компании-аналога сравнительного подхода;
- разработать методический подход к формированию стоимости в рамках сравнительного подхода во взаимосвязи с понятием справедливой стоимости;
- уточнить понятие морального риска в оценочной деятельности и сформулировать как проявляется суммарная погрешность оценки и насколько она соотносима с дисконтом

Основная часть

Понятие морального риска стало актуальным в период 2008 – 2009 годов. Лауреат Нобелевской премии по экономике Пол Кругман предложил свою интерпретацию определения морального риска, согласно которой моральный риск – это ситуация, при которой невыгодно предотвращать несчастный случай или наступление негативных последствий, если участники от них застрахованы.¹

Моральный риск в современной экономической науке тесно связано с термином «оппортунизм expost». Оппортунизм expost рассмотрен в работах Оливера Уильямсона. Под оппортунизмом expost понимается недобросовестное поведение агента, в условиях информационной асимметрии, при котором экономические отношения принципал-агент усложняются безответственностью агента после заключения сделки.

В целом Концепция морального риска является вероятностной, ориентированной на прогнозное поведение участников сделки, третьих лиц, действия которых трудно спрогнозировать и предусмотреть.

Моральный риск возникает в условиях ассиметричной информации, а некорректная или заведомо ложная оценка рыночной стоимости активов, в том числе для целей залога может привести к губительным последствиям для одной из сторон и в ряде случаев изменить поведение сторон (проблема морального риска).

В практике оценочной деятельности участники рынка постоянно подвергаются такому фактору как моральный риск. Особенно это актуально, когда объектом оценки выступает государственное имущество. Среди плеяды примеров рассмотрим несколько: оценку ОАО «Уральский завод РТИ» и ОАО АК «Уральские авиалинии».

Уставный капитал предприятия ОАО «Уральский завод РТИ» по состоянию на 01.01.2012г. составляет 538592 рубля и разделен на 538592 именные бездокументарные акции, из них:

- обыкновенные акции в количестве 403944 штуки номинальной стоимостью 1 (один) рубль;
- привилегированные акции в количестве 134648 штуки номинальной стоимостью 1 (один) рубль.

¹The possibility that you will take less care to prevent an accident if you are insured against it is called moral hazard, Krugman, 2009.

Таблица 1. - Распределение долей участия в уставном капитале ОАО «Уральский завод РТИ»

На дату 20.07.2011 доля участия/кол-во об. акций		На дату 30.12.2011 доля участия/кол-во об. акций		На дату 12.11.2012 доля участия/кол-во об. акций	
Росимущество	38/38	ООО «ПромТехИзделия»	29,5/29,5	ООО «ПТИ-2»	29,5/29,5
ООО «Интербосс-Холдинг»	27,8/10,9	ООО «Интербосс-Холдинг»	27,8/10,9	ООО «Интербосс-Холдинг»	27,8/10,9
ООО «Исеть-XXI век»	10,9/10,9	ООО «Исеть-XXI век»	10,9/10,9	ООО «Исеть-XXI век»	10,9/10,9
ООО «Турсервис»	11,3/11,3	ООО «Турсервис»	19,8/19,8	ООО «Турсервис»	19,8/19,8

Доля Федерального агентства по управлению государственным имуществом была продана в пользу предприятий ООО «ПромТехИзделия» (впоследствии перепродана ООО «ПТИ-2») и ООО «Турсервис». При этом на предприятии использовались следующие схемы.²

1. Создаётся ООО, на него в качестве вклада в уставной капитал списывается имущество ОАО «УЗ РТИ» по заниженной или остаточной стоимости. ООО распоряжается имуществом, главным образом осуществляя сдачу в наем нежилых помещений, генерирует прибыль, а затем ликвидируется, *вероятно*, с последующей продажей активов. В связи с ликвидацией предприятия ООО списывается дебиторская задолженность «не реальная к взысканию». (см. стр. 10,12 Годового отчета эмитента за 2010 год; ООО «Большой дом»).
2. По приведенной схеме 31 марта 2010 года зарегистрирована ООО «УК «Заводская», основным видом деятельности которой, является сдача в аренду помещений в здании, объем финансовых вложений 750 000 руб. (сумма также занижена или перевод активов осуществлялся по остаточной стоимости). В 2011 году ООО «УК «Заводская» преобразована в ООО «ТЭК «Чкаловский», уставной капитал которого, согласно протоколу 108 от 11.11.11, увеличен за счет имущества ОАО «УЗ РТИ» на сумму 58 624 059 руб.
В ООО «ТЭК «Чкаловский» выручка от регулируемой деятельности составляет 247 515,66 тыс. руб., чистая прибыль – 4 561,00 тыс. руб. Общехозяйственные (управленческие) расходы составляют 6 089,00 тыс. руб.
3. 26 октября 2012 года эмитента ОАО «Уральский завод РТИ» сообщил о появлении аффилированной организации, имеющей для него существенное значение ООО «Уральский завод резиновых технических изделий».
4. Существенным является факт последовательной продажи 29,5 % акций ОАО «Уральский завод РТИ» ООО «ПромТехИзделия» (дата сделки 12.11.2012 г.).

Из всего вышеизложенного: коммерческая деятельность ОАО «Уральский завод РТИ» состоит из трех направлений:

² Все данные получены из открытых источников.

1. Производство под брендом Rubber frog TECHNOLOGY AND QUALITY
2. Арендный бизнес в составе ОАО «Уральский завод РТИ» и дочерних предприятий.
3. ООО «ТЭК «Чкаловский» на базе имущества: Котельной и сети газопотребления ТЭК «Чкаловский», уставной капитал 1 500 000 руб.

Таким образом, расчет общей стоимости предприятия ОАО «Уральский завод РТИ» как имущественного комплекса представлен в таблице 2.

Таблица 2. – Расчет стоимости одной обыкновенной акции ОАО «Уральский завод РТИ».

<i>Подход к оценке</i>	<i>ОАО «УЗ РТИ»</i>	
Затратный по ЧА	192 114 000.00р.	356.70р.
Доходный		6 225.75р.
Среднее значение, оа		3 291.22р.
	<i>Арендный бизнес</i>	
Доходный	79 143 959.00р.	146.95р.
Затратный	273 260 000.00р.	507.36р.
Среднее значение, оа		327.15р.
	<i>ООО «ТЭК «Чкаловский»</i>	
Доходный	71 000 000.00р.	
Затратный	59 374 059.00р.	
Среднее значение, оа	65 187 029.50р.	121.03р.
	Итого:	3 739.41р.

Общая стоимость предприятия ОАО «Уральский завод РТИ» по состоянию на конец 2011 года составила 2 014 016 009,00 рублей. При этом оценочная стоимость 38 % акций Росимущества, без учета кадастровой стоимости и премий/скидок на объем доли и управление составила 765 326 083,42 рублей. Еще одним примером морального риска на рынке оценочных услуг является оценка выкупной цены для миноритарных акционеров авиакомпании уральского региона. Согласно Отчету № 16-03/12 об определении рыночной стоимости одной обыкновенной акции Открытого акционерного общества (регистрационный номер выпуска:62-1п-652) номинальной стоимостью 1 рубль за одну акцию, цена выкупа составляет 500 рублей. Что почти в 34 раза превышает стоимость компании, полученной расчетными методами согласно таблице 3.

Таблица 3. – расчет рыночной стоимости методами трех подходов к оценке ОАО АК «Уральские авиалинии».

<i>Подход</i>	<i>Значение стоимости на 12.2011</i>	<i>Весовой коэффициент (доля)</i>
Доходный	9 155,33	0,2
Затратный	6 365,09	0,3
Сравнительный	26 549,39	0,5
Итого	17 015,29	

Существенную разницу полученных результатов оценочных работ интерпретировать можно следующим образом: во-первых отказ оценщика от использования сравнительного подхода существенным образом снизил итоговую стоимость; во-вторых в рамках доходного подхода следует учитывать сектор экономики, к которому относиться объект оценки, поскольку, для каждый вид экономической деятельности имеет свои особенности дивидендной политики предприятия в следствии различных уровней рентабельностей. Если не учитывать отраслевую принадлежность оцениваемого предприятия, рыночная стоимость в рамках доходного подхода будет также занижаться, что и наблюдается при формировании итоговой стоимости в размере 500 рублей, согласно Отчету № 16-03/12.

Заключение

Влияние факторов неопределенности и морального риска на процесс оценки объектов собственности имеет существенное значение в практике оценочной деятельности, поскольку эта проблема является актуальной, но практически не освещена в современной научной литературе. Цель проекта достигнута: в работе рассмотрены частный случай расчетов мультипликаторов стоимости компаний, акции которых котируются на биржевом рынке и служат базой для оценки стоимости методом компании-аналога сравнительного подхода и проанализировано влияние факторов неопределенности и морального риска на процесс оценки объектов собственности. Кроме того приведен пообъектный расчет стоимости ОАО «Уральский завод РТИ» который включает три независимых направления деятельности, генерирующих денежные потоки и формирующих рыночную стоимость. Критическое расхождение значений итоговой рыночной стоимости свидетельствуют о наличии морального риска в процессе оценки объектов собственности, однако представители оценочного сообщества могут трактовать подобные расхождения цены как влияние факторов неопределенности и неточности оценки, что вполне допустимо и приемлемо. В этой связи следует отметить, что данное исследование не является исчерпывающим и создает существенные предпосылки для дальнейшего изучения этой проблемы.

Список использованных источников

1. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук Мезенцевой А.В. «Формирование механизма оценки предприятия как имущественного комплекса и недвижимости особого рода», ФГАОУ ВПО «УрФУ имени первого Президента России Б.Н.Ельцина», г. Екатеринбург, 2013 г.
2. Отчет № 16-03/12 об определении рыночной стоимости одной обыкновенной акции Открытого акционерного общества Авиакомпания «Уральские авиалинии» (регистрационный номер выпуска:62-1п-652) номинальной стоимостью 1 рубль за одну акцию.
3. Официальный сайт Открытое акционерное общество Авиакомпания «Уральские авиалинии» URL:<http://www.uralairlines.ru>
4. Официальный сайт Открытое акционерное общество «Авиационная компания «ТРАНСАЭРО» URL:<http://transaero.ru>
5. Официальный сайт Открытое акционерное общество «Аэрофлот - российские авиалинии». URL:<http://www.aeroflot.ru>
6. Официальный сайт ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» URL:<http://rts.micex.ru>
7. Неопределённость и точность в оценке. Библиотека оценщика URL:<http://www.labrate.ru>
8. Financial Crises and Moral Hazard, Pierre Magnussen. June 23, 2009
9. The business cycle and Russian emerging finance markets, Mezentsseva O.V., Mezentsseva A.V., Science, Technology and Higher Education, Materials of the II international research and practice conference. Vol. I, April 17th, 2013.
10. The possibility that you will take less care to prevent an accident if you are insured against it is called moral hazard, Krugman, 2009.

Приложения